

poniedziałek, 13 stycznia 2020 | komentarz specjalny

## Przemysł – Wpływ ustawy o zatorach płatniczych

### Przemysł, Polska

Opracowanie: Jakub Szkopek +48 22 438 24 03, Piotr Poniatowski +48 22 438 24 09

**Obowiązująca od 1 stycznia 2020 r. ustawa o zatorach płatniczych naszym zdaniem może negatywnie wpłynąć na wielkość zaangażowanego kapitału obrotowego w przypadku firm posiadających długie cykle konwersji zobowiązań handlowych (ATT 81 dni, TIM 74 dni, CIE 73 dni, COG 69 dni, FMF 67 dni, BRS 63 dni, KTY 61 dni), z kolei pozytywnie na te podmioty, które mają długie cykle konwersji należności (FMF 198 dni, POZ 86 dni, AMC 72 dni, CIE 67 dni, STL 66 dni, TIM 65 dni, APT 65 dni, MGT 65 dni, AML 64 dni). Według naszej analizy wśród największych poszkodowanych nowo obowiązujących przepisów znaleźć się mogą COG (w skrajnym scenariuszu -0,29 PLN/akcja), ATT (-0,05 PLN/akcja) i TIM (-0,92 PLN/akcja). Spółki te zanotują wzrost kapitału pracującego i zadłużenia w efekcie skrócenia terminów płatności z kontrahentami lub skorzystają z usług firm faktoringowych (faktoring odwrotny), co zwiększy ich koszty finansowe. W przypadku beneficjentów zmieniających się przepisów warto zwrócić uwagę na FMF (w skrajnym scenariuszu +1,15 PLN/akcja), POZ (0,56 PLN/akcja) i AMC (+12,86 PLN/akcja), które to powinny odczuć szybszą spłatę należności, co zmniejszy zaangażowanie w kapitał obrotowy i wielkość zadłużenia.**

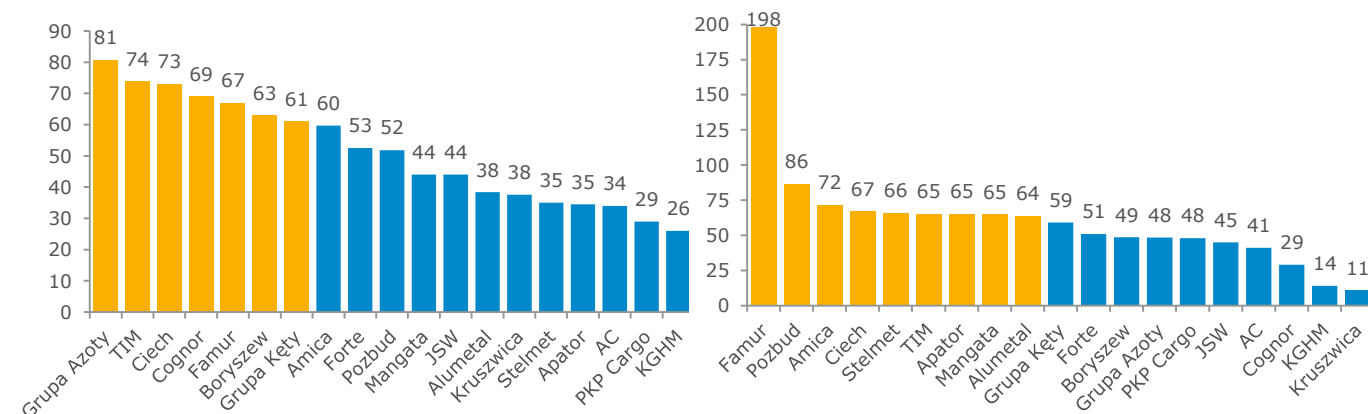
### Ustawa o zatorach płatniczych od 2020 roku

1 stycznia 2020 r. weszła w życie [Ustawa o zmianie niektórych ustaw w celu ograniczenia zatorów płatniczych](#). Wprowadza ona rozwiązania mające za zadanie ograniczenie występowania zatorów płatniczych i daje przedsiębiorcom narzędzia, dzięki którym będą oni mogli zabezpieczyć się przed nieuczciwymi kontrahentami i skutecznie dochodzić swoich roszczeń.

### Termin zapłaty maksymalnie 60 dni

Jedną z najważniejszych zmian, którą wprowadza ustawa, jest ustalenie maksymalnych terminów zapłaty. Skróceniu ulegną terminy płatności między przedsiębiorcami do 60 dni. Szczególnie dotyczy to płatności dużych przedsiębiorców do małych i średnich przedsiębiorstw (bez wyjątków). W przypadku należności MŚP -> MŚP, duże przedsiębiorstwo -> MŚP oraz duże -> duże termin płatności został ustalony na 60 dni z zastrzeżeniem jeśli nie jest to rażąco nieuczciwe. Więcej informacji na <https://tinyurl.com/qnawcpe>.

### Cykle konwersji zobowiązań handlowych (lewy wykres) oraz należności (prawy wykres) w spółkach przemysłowych w 2019 roku



Źródło: mBank

### Możliwość odstąpienia od umowy, gdy termin zapłaty przekroczy 120 dni

Od 1 stycznia 2020 roku przedsiębiorcy będą mogli odstąpić od umowy za dostarczone towary lub wykonane usługi, gdy termin zapłaty przekroczy 120 dni. Do tej pory przedsiębiorcy nie mieli takiej możliwości.

### Wyższe odsetki za opóźnienia

Wierzyciele zgodnie z nowymi przepisami dostają możliwość naliczenia wyższych odsetek w przypadku przeterminowanych należności (obecnie 11,5% vs. 9,5% wcześniej). Co więcej, przedsiębiorcy którzy nie otrzymali płatności w terminie mogą wystąpić o dodatkową rekompensatę (40 EUR gdy świadczenie nie przekracza 5 tys. PLN; 70 EUR gdy świadczenie jest między 5-50 tys. PLN oraz 100 EUR gdy świadczenie przekracza 50 tys. PLN).

### Kary administracyjne dla nieuczciwych przedsiębiorców

Nowością będą również kary finansowe nakładane na przedsiębiorców, którzy tworzą zatory płatnicze, mimo że posiadają środki na uregulowanie zobowiązań. Do nakładania kar finansowych upoważniony będzie Prezes UOKiK. Wysokość kary zostanie skorelowana z wysokością opóźnionych płatności i zostanie nałożona na przedsiębiorcę po przeprowadzeniu postępowania. Taka sytuacja będzie miała miejsce, gdy w okresie 3 kolejnych miesięcy suma niespełnionych świadczeń wyniesie co najmniej 2 mln PLN. Prezes UOKiK monitorowaniem przedsiębiorców będzie zajmował się zarówno na wniosek, jak i z urzędu. Co istotne, zgodnie z regulacjami nie będą karane firmy, które spóźniają się z płatnościami, gdyż same nie otrzymują zapłaty w terminie.

### Ulgi na nieściągalne wierzytelności w PIT i CIT

Wierzyciel, który nie otrzymał płatności od swojego kontrahenta będzie mógł zmniejszyć podstawę opodatkowania o kwotę wierzytelności. Warunkiem jest jednak to, by nie została ona opłacona ani zbyta w ciągu 90 dni, licząc od dnia upływu terminu płatności. Zmiany czekają także na nieuczciwe firmy – one z kolei będą musiały podwyższyć podlegający opodatkowaniu przychód o kwoty widniejące na niezapłaconych fakturach.

### Firmy będą musiały zmniejszyć terminy płatności bądź skorzystać z faktoringu

Firmy, które dotychczas płaciły w terminach dłuższych niż 60 dni będą zmuszone do skrócenia terminów płatności, co będzie miało negatywny wpływ na kapitał obrotowy. Ewentualnie firmy skorzystają z usług instytucji finansowych (banków), które za pomocą faktoringu spłacą wierzytelność kontrahentowi w terminie w zamian za odsetki (te z kolei w większym stopniu obciążą działalność finansową spółki).

### Najwięksi przegrani nowych przepisów w polskim przemyśle

Według naszej analizy skrócenie terminów płatności kontrahentom najbardziej może uderzyć w spółki:

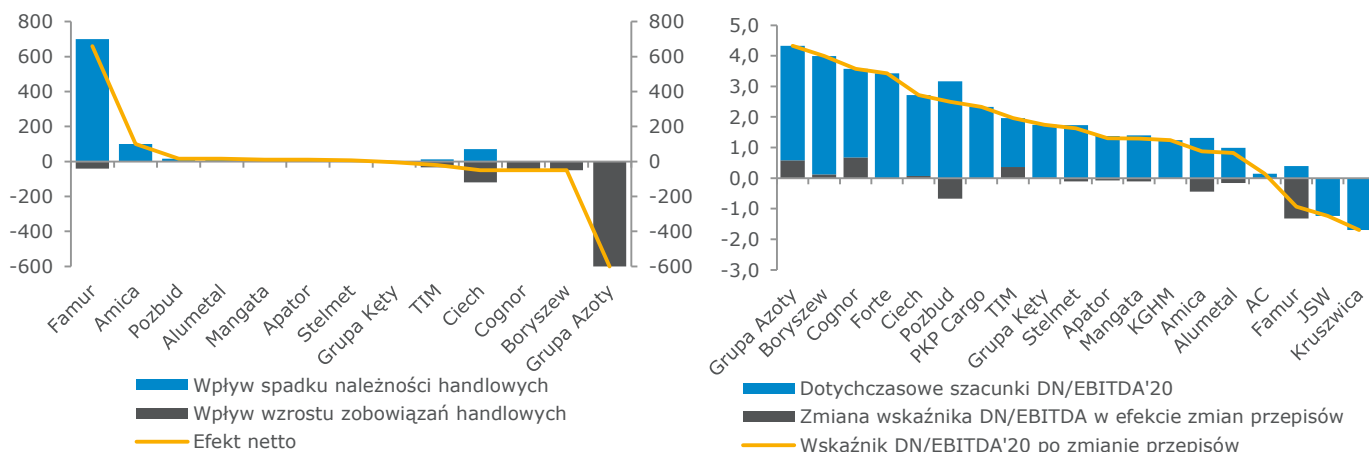
- **Cognor** (w skrajnym scenariuszu wzrost zadłużenia o 50 mln PLN; -0,29 PLN/akcja; wzrost długu netto do EBITDA do 3,6x na koniec 2020 roku),
- **Grupa Azoty** (w skrajnym scenariuszu wzrost zadłużenia o 600 mln PLN; -6,05 PLN/akcja przy wysokich wskaźniku długu netto do EBITDA),
- **TIM** (w skrajnym scenariuszu wzrost zadłużenia o 21 mln PLN; -0,92/akcję; jednakże dług netto w relacji do EBITDA nie powinien przekroczyć 2,0x na koniec 2020 roku).

### Najwięksi wygrani nowych przepisów w polskim przemyśle

Według naszych szacunków ograniczenie terminów płatności mogłoby mieć pozytywny wpływ na spółki, które charakteryzują się długimi cyklami konwersji należności. Największymi beneficjentami ograniczenia zatorów płatniczych mogłyby być wówczas spółki:

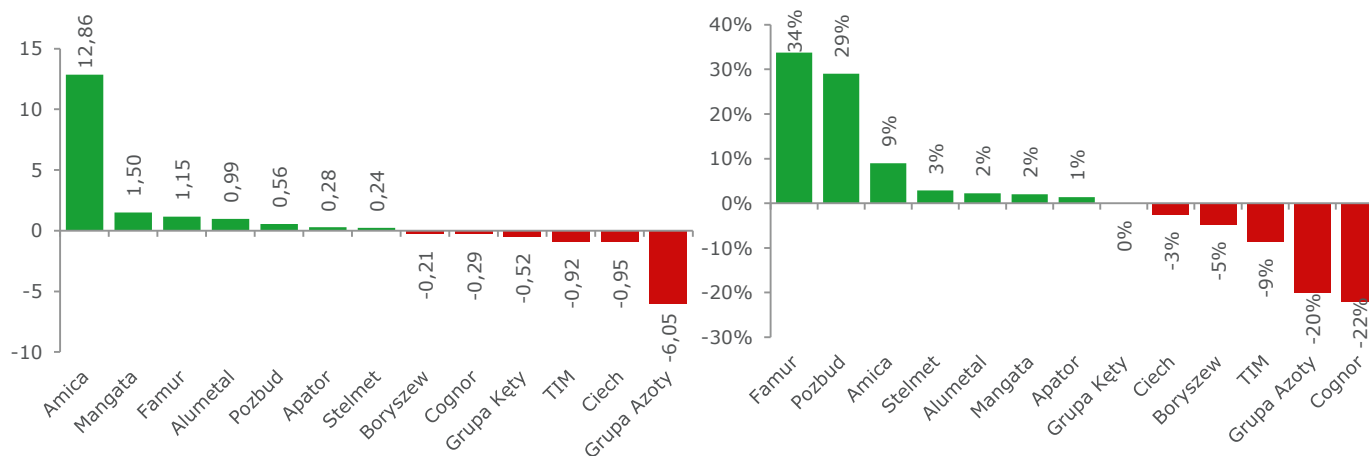
- **Famur** (duża ekspozycja na płacącą z opóźnieniem branżę górniczą, a w szczególności Polską Grupę Górnictwa; w skrajnym scenariuszu spadek kapitału pracującego o 660 mln PLN, co przekłada się na +1,15 PLN/akcja; wzrost zdolności dywidendowej przy mocnym bilansie),
- **Pozbud** (duża ekspozycja na płacącą w długich terminach branżę budowlaną; w skrajnym scenariuszu potencjalne uwolnienie 15 mln PLN z kapitału obrotowego, co przekłada się na +0,56 PLN/akcja),
- **Amica** (w skrajnym scenariuszu potencjalne uwolnienie 100 mln PLN kapitału obrotowego, co przekłada się na +12,86 PLN/akcja; ze względu jednak na dużą ekspozycję na eksport duża część płatników Amica może być zarejestrowana poza granicami Polski, gdzie nowe przepisy nie mają mocy obowiązywania).

### Wpływ zmian kapitału obrotowego w efekcie nowych przepisów o zatorach płatniczych (mln PLN; lewy wykres) oraz wpływ na wskaźnik dług netto / EBITDA'20 (prawy wykres) w spółkach przemysłowych



Źródło: mBank

### Wpływ zmian nowych przepisów o zatorach płatniczych na kapitał obrotowy w przeliczeniu na akcję (PLN; lewy wykres) oraz wpływ zmian w relacji do bieżącego kursu (prawy wykres) w spółkach przemysłowych



Źródło: mBank

**Wyjaśnienia użytych terminów i skrótów:**

**EV** – dług netto + wartość rynkowa (EV – wartość ekonomiczna)  
**EBIT** – zysk operacyjny  
**EBITDA** – zysk operacyjny przed operacjami finansowymi, opodatkowaniem i amortyzacją  
**BOOK VALUE** – wartość księgowa  
**WNDB** – wynik na działalności bankowej  
**P/CE** – cena do zysku wraz z amortyzacją  
**MC/S** – wartość rynkowa do przychodów ze sprzedaży  
**EBIT/EV** – zysk operacyjny do wartości ekonomicznej  
**P/E** – (Cena/Zysk) – cena dzielona przez roczny zysk netto przypadający na jedną akcję  
**ROE** – (Return on Equity) – zwrot na kapitale własnym) – roczny zysk netto dzielony przez średni stan kapitałów własnych  
**P/BV** – (Cena/Wartość księgowa) – cena dzielona przez wartość księgową przypadającą na jedną akcję  
**Dług netto** – kredyty + papiery dłużne + oprocentowane pożyczki – środki pieniężne i ekwiwalent  
**Marża EBITDA** – EBITDA / przychody ze sprzedaży

**PRZEWAŻENIE (OW, overweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się lepiej od indeksu szerokiego rynku  
**RÓWNOWAŻENIE (N, neutral)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się neutralnie względem indeksu szerokiego rynku  
**NIEDOWAŻENIE (UW, underweight)** – oczekujemy, że kurs akcji będzie zachowywał się gorzej od indeksu szerokiego rynku

**Rekomendacje Biura maklerskiego mBanku:**

Rekomendacja jest ważna w okresie 9 miesięcy, o ile nie nastąpi wcześniejsza jej zmiana. Oczekiwane zwroty z poszczególnych rekomendacji są następujące:

**KUPUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji wynosi co najmniej 15%  
**AKUMULUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od +5% do +15%  
**TRZYMAJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -5% do +5%  
**REDUKUJ** – oczekujemy, że stopa zwrotu z inwestycji znajdzie się w przedziale od -15% do -5%  
**SPRZEDAJ** – oczekujemy, że inwestycja przyniesie stratę większą niż 15%  
Rekomendacje są aktualizowane przynajmniej raz na 9 miesięcy.

mBank S.A. z siedzibą w Warszawie, przy ul. Senatorskiej 18 prowadzi działalność maklerską w ramach wyodrębnionej jednostki organizacyjnej – Biura maklerskiego mBanku.

mBank S.A. w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego (<https://www.gpw.pl/gpwa>) tworzy materiały analityczne dla spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG. Materiały te tworzone są na zamówienie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”), której przysługują autorskie prawa majątkowe do tychże materiałów. Za sporządzenie materiałów mBank S.A. otrzymuje od GPW wynagrodzenie. Wszystkie materiały opracowane w ramach współpracy dostępne są pod adresem: [https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/program\\_wsparcia\\_pokrycia\\_analitycznego\\_gpw](https://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/program_wsparcia_pokrycia_analitycznego_gpw)

Niniejsze opracowanie wyraża wiedzę oraz poglądy jego autorów, według stanu na dzień sporządzenia opracowania. Niniejsze opracowanie zostało sporządzone z zachowaniem należytej staranności, rzetelności oraz zasad metodologicznej poprawności i obiektywizmu na podstawie ogólnodostępnych informacji, które Biuro maklerskie mBanku uważa za wiarygodne, w tym informacji publikowanych przez emitentów, których akcje są przedmiotem rekomendacji. Biuro maklerskie mBanku nie gwarantuje jednakże dokładności ani kompletności opracowania, w szczególności w przypadku, gdyby informacje na których oparto się przy sporządzaniu opracowania okazały się niedokładne, niekompletne, lub nie w pełni odzwierciedlały stan faktyczny.

Niniejsze opracowanie nie stanowi oferty lub zaproszenia do subskrypcji lub zakupu instrumentów finansowych. Niniejszy dokument ani żaden z jego zapisów nie będzie stanowić podstawy do zawarcia umowy lub powstania zobowiązania. Niniejsze opracowanie jest przedstawione wyłącznie w celach informacyjnych i nie może być kopiowane lub przekazywane osobom trzecim. Niniejszy dokument nie stanowi porady inwestycyjnej, prawnej, księgowej lub porady innego rodzaju, a mBank nie ponosi odpowiedzialności za szkody wynikające lub związane z wykorzystaniem przez odbiorców danych przedstawionych w materiałach. Niniejsze opracowanie, ani żadna z jego kopii nie może być bezpośrednio lub pośrednio rozpowszechniane w Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii lub Japonii, ani przekazywane obywatelom lub rezydentom państwa, w którym jego dystrybucja może być prawnie ograniczona, co nie ogranicza możliwości publikacji materiałów stworzonych w ramach Giełdowego Programu Wsparcia Pokrycia Analitycznego na stronach internetowych spółek: Cognor Holding, Comarch, VRG, mBank lub GPW. Osoby, które rozpowszechniają ten dokument powinny mieć świadomość konieczności stosowania się do takich ograniczeń.

Do rekomendacji wybrano istotne informacje z całej historii spółek będących przedmiotem rekomendacji ze szczególnym uwzględnieniem okresu jaki upłynął od poprzedniej rekomendacji.

Investowanie w akcje wiąże się z szeregiem ryzyk związanych między innymi z sytuacją makroekonomiczną kraju, zmianą regulacji prawnych, zmianami sytuacji na rynkach towarowych. Wyeliminowanie tych ryzyk jest praktycznie niemożliwe.

mBank S.A. nie ponosi odpowiedzialności za decyzje inwestycyjne podjęte na podstawie niniejszego opracowania, ani za szkody poniesione w wyniku decyzji inwestycyjnych podjętych na podstawie niniejszego opracowania.

Jest możliwe, że mBank S.A. w ramach prowadzonej działalności maklerskiej świadczy, będzie świadczył, lub w przeszłości świadczył usługi na rzecz przedsiębiorców i innych podmiotów wymienionych w niniejszym opracowaniu.

mBank S.A. nie wyklucza złożenia emitentowi papierów wartościowych, będących przedmiotem rekomendacji oferty świadczenia usług maklerskich. Informacje o konflikcie interesów powstałym w związku ze sporządzeniem rekomendacji (o ile występuje) znajdują się poniżej. Informacje takie są aktualne na dzień publikacji ostatniego *Przeglądu miesięcznego* przez Biuro maklerskie mBanku lub na dzień wydania nowej rekomendacji dotyczącej poszczególnych emitentów.

Opracowanie nie zostało przekazane do emitentów przed jego publikacją.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. mógł pobierać wynagrodzenie od emitenta za świadczone usługi od następujących spółek: ABC Data, Alchemia, Alior Bank, Ambra, Amica, Bank Handlowy, Bank Millennium, Bank Pekao, BGŻ BNP Paribas, BoomBIT, Boryszew, Capital Park, CD Projekt, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Cognor, Echo Investment, Elemental Holding, Elzab, Enea, Energooparatura, Erbud, Ergis, Erste Bank, Famur, Ferrum, GetBack, Getin Holding, Getin Noble Bank, Globalworth Poland, Groclin, Helio SA, Impexmetal, INDATA, ING BSK, Kopex, Kruk, LW Bogdanka, Mangata, MCI Capital, Mennica Polska, Mostostal Warszawa, Netia, Neuca, NWAJ Dom Maklerski, Opono.pl, Orbis, OTP Bank, PA Nova, PBKM, PEKABEX, Pfeiderer Group, PGNiG, PKO BP, Polenergia, Polimex-Mostostal, Polinord, Polwax, Prime Car Management, Primatech, Prochem, Projprzem, PZU, Raiffeisen Bank International, Rawplug, Rubicon Partners NFI, Santander Bank Polska, Seco/Warwick, Skarbiec Holding, Solar Company, Sygnyti, Tarczyński, Trakcja, Unibep, Vistal Gdynia, Wittchen, Work Service, YOLO, Zastal, ZUE.

W ciągu ostatnich 12 miesięcy mBank S.A. pośredniczył w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji: ABC Data, BoomBIT, Centrum Nowoczesnych Technologii, Ceramika Nowa Gala, CI Games, Ergis, Globalworth Poland, Helio SA, MCI Capital, Mostostal Warszawa, NWAJ Dom Maklerski, Orbis, Pfeiderer Group, Prime Car Management, Primatech.

Asseco Poland świadczy usługi informatyczne na rzecz mBank S.A.

mBank S.A. posiada umowę dotyczącą obsługi kasowej klientów Biura maklerskiego mBanku z Pekao oraz umowę abonentową z Orange Polska S.A.

mBank S.A., jego akcjonariusze i pracownicy mogą posiadać długie lub krótkie pozycje w akcjach emitentów lub innych instrumentach finansowych powiązanych z akcjami emitentów wymienionych w opracowaniu.

Powielanie bądź publikowanie niniejszego opracowania lub jego części, lub rozpowszechnianie w inny sposób informacji zawartych w niniejszym opracowaniu wymaga uprzedniej, pisemnej zgody mBanku S.A.

Adresatami rekomendacji są wszyscy Klienci Biura maklerskiego mBanku.

Informacje o rekomendacjach i analizach sporządzonych w ciągu ostatnich 12 miesięcy przez mBank S.A. są dostępne na stronie: [http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy\\_i\\_rynnek/analizy\\_i\\_rekomendacje/analiza\\_fundamentalna/rekomendacje?recent\\_filter\\_active=true&lang=pl](http://www.mdm.pl/ui-pub/site/analizy_i_rynnek/analizy_i_rekomendacje/analiza_fundamentalna/rekomendacje?recent_filter_active=true&lang=pl)

Nadzór nad działalnością mBank S.A. sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.

Osoby, które nie uczestniczyły w przygotowaniu rekomendacji, ale miały lub mogły mieć dostęp do rekomendacji przed jej przekazaniem do publicznej wiadomości, to osoby zatrudnione w Biurze maklerskim mBanku upoważnione do bezpośredniego dostępu do pomieszczeń, w których opracowywane były rekomendacje lub osoby upoważnione do dostępu do rekomendacji z racji pełnionej w Spółce funkcji, inne niż analitycy wymienieni jako sporządzający niniejszą rekomendację.

Niniejsza publikacja stanowi badania inwestycyjne w rozumieniu art. 36 ust. 1 Rozporządzenia Delegowanego Komisji (UE) 2017/565.

Wynagrodzenia analityków Departamentu Analiz odpowiedzialnych za sporządzanie badań inwestycyjnych mają charakter uznaniowy i nie zależą bezpośrednio od wynagrodzenia lub dochodów generowanych przez innych pracowników Banku, w szczególności tych których interesy handlowe mogą kolidować z interesami osób, wśród których rozpowszechniane są badania inwestycyjne przygotowane przez Departament Analiz Biura maklerskiego mBanku. Niemniej jednak, w związku z tym, iż jednym z kryteriów branż pod uwagę przy określaniu wysokości wynagrodzenia zmiennego analityków jest poziom realizacji budżetu przez jednostki odpowiedzialne za obsługę klientów, zwracamy uwagę na ryzyko związane z możliwością zakwestionowania sposobu wynagradzania osób sporządzających badania inwestycyjne przez właściwy organ nadzoru.

**Silne i słabe strony metod wyceny stosowanych w rekomendacjach:**

**DCF** – uważana za najbardziej właściwą metodologicznie techniką wyceny; polega ona na dyskontowaniu przepływów finansowych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Wskaźnikowa** – opiera się na porównaniu mnożników wyceny firm z branży; prosta w konstrukcji, lepiej niż DCF odzwierciedla bieżący stan rynku; do jej wad można zaliczyć dużą zmienność (wahania wraz z indeksami giełdowymi) oraz trudność w doborze grupy porównywalnych spółek.

**Zdyskontowanych dywidend (DDM)** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych dywidend generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych wypłaty dywidendy w modelu.

**Zysków ekonomicznych** – polega ona na dyskontowaniu przyszłych zysków ekonomicznych generowanych przez spółkę; jej wadą jest duża wrażliwość na zmiany założeń prognostycznych w modelu.

**Zdyskontowanych aktywów netto (NAV)** – wycena w oparciu o wartość majątku spółki; jedna z najczęściej używanych w przypadku spółek deweloperskich; jej wadą jest brak uwzględnienia w wycenie przyszłych zmian w przychodach/zyskach spółki po okresie szczegółowej prognozy.

**mBank S.A.**  
Senatorska 18  
00-950 Warszawa  
<http://www.mbank.pl/>

## Departament Analiz

Kamil Kliszcz  
dyrektor  
+48 22 438 24 02  
[kamil.kliszcz@mbank.pl](mailto:kamil.kliszcz@mbank.pl)  
paliwa, energetyka

Jakub Szkopek  
+48 22 438 24 03  
[jakub.szkopek@mbank.pl](mailto:jakub.szkopek@mbank.pl)  
przemysł, chemia, metale

Aleksandra Szklarczyk  
+48 22 438 24 04  
[aleksandra.szklarczyk@mbank.pl](mailto:aleksandra.szklarczyk@mbank.pl)  
budownictwo, deweloperzy

Michał Marczak  
+48 22 438 24 01  
[michal.marczak@mbank.pl](mailto:michal.marczak@mbank.pl)  
strategia

Paweł Szpigiel  
+48 22 438 24 06  
[pawel.szpigiel@mbank.pl](mailto:pawel.szpigiel@mbank.pl)  
media, IT, telekomunikacja

Piotr Poniatowski  
+48 22 438 24 09  
[piotr.poniatowski@mbank.pl](mailto:piotr.poniatowski@mbank.pl)  
przemysł

Michał Konarski  
+48 22 438 24 05  
[michal.konarski@mbank.pl](mailto:michal.konarski@mbank.pl)  
banki, finanse

Piotr Bogusz  
+48 22 438 24 08  
[piotr.bogusz@mbank.pl](mailto:piotr.bogusz@mbank.pl)  
handel, gaming

Mikołaj Lemańczyk  
+48 22 438 24 07  
[mikolaj.lemanczyk@mbank.pl](mailto:mikolaj.lemanczyk@mbank.pl)  
banki, finanse

## Departament Sprzedaży Instytucjonalnej

### Maklerzy

Piotr Gawron  
dyrektor  
+48 22 697 48 95  
[piotr.gawron@mbank.pl](mailto:piotr.gawron@mbank.pl)

Adam Prokop  
+48 22 697 47 90  
[adam.prokop@mbank.pl](mailto:adam.prokop@mbank.pl)

Krzysztof Bodek  
+48 22 697 48 89  
[krzysztof.bodek@mbank.pl](mailto:krzysztof.bodek@mbank.pl)

Magdalena Bernacik  
+48 22 697 47 35  
[magdalena.bernacik@mbank.pl](mailto:magdalena.bernacik@mbank.pl)

Tomasz Jakubiec  
+48 22 697 47 31  
[tomasz.jakubiec@mbank.pl](mailto:tomasz.jakubiec@mbank.pl)

Andrzej Sychowski  
+48 22 697 48 46  
[andrzej.sychowski@mbank.pl](mailto:andrzej.sychowski@mbank.pl)

### Sprzedaż rynki zagraniczne

Bartosz Orzechowski  
+48 22 697 48 47  
[bartosz.orzechowski@mbank.pl](mailto:bartosz.orzechowski@mbank.pl)

Jędrzej Łukomski  
+48 22 697 49 85  
[jedrzej.lukomski@mbank.pl](mailto:jedrzej.lukomski@mbank.pl)

## Wydział Indywidualnej Obsługi Maklerskiej

Kamil Szymański  
dyrektor  
+48 22 697 47 06  
[kamil.szymanski@mbank.pl](mailto:kamil.szymanski@mbank.pl)

Jarosław Banasiak  
wicedyrektor  
+48 22 697 48 70  
[jaroslaw.banasiak@mbank.pl](mailto:jaroslaw.banasiak@mbank.pl)